

家电行业 | 公司深度

证券研究报告

2025/06/17

海信家电（000921）深度报告——

中央空调+传统大电基本盘稳固，三电热管理有望贡献新增量

证券分析师： 孟昕（分析师）
分析师登记编号： S1190524020001

证券分析师： 赵梦菲（分析师）
分析师登记编号： S1190525040001

研究助理： 金桐羽

一般证券业务登记编号： S1190124030010

报告摘要

基本盘业务：多联机稳定领先+传统大电差异化竞争，全球化布局持续推进。1) **内销：**2024年海信日立在中国多联机市场的份额达23.1%，连续六年位居行业第一；同时家装和工程领域均产品力雄厚，2024年发布国产首款5G整体式天氟地水中央空调“海信舒润系列”，并推出工程领域M3光合系列全域场景解决方案。针对高普及度的空冰洗厨等大家电品类采取差异化竞争策略，并且作为行业龙头之一有望率先受益于以旧换新政策带来的持续利好。2) **外销：**公司在产品研发、渠道拓展、体育营销三方面同步发力，海外业务围绕欧洲、美洲、中东非、亚太和东盟五大区域展开，实现收入支柱多元化的同时产能分布广泛，业务全球化布局的持续推进。

新兴业务：收购三电进军新能源热管理领域，产品力+客户优势助力增长。公司于2021年5月完成了对日本三电控股的收购，正式进入新能源汽车热管理市场，2021-2024年海信家电从三电控股获得的投资收益从0.88亿元提升至2.23亿元，CAGR达36.14%。三电在压缩机方面技术优势显著，同时在维持现有客户群的基础上积极拓展新订单，2024年实现中国区配套订单金额同比+20.8%。我们认为，三电在压缩机领域的深厚技术积淀，以及丰富的客户积累和持续性的订单拓展，均为其未来收入业绩增长提供了有力支撑。

投资建议：行业端，伴随国内新一轮“以旧换新”政策催化，出口链恢复性增长叠加关税政策放松，白电需求有望持续复苏；乘新能源汽车发展东风，上游压缩机等零部件行业有望增长。**公司端，**央空板块持续巩固多联机领先优势，传统大电通过差异化竞争策略实现中高端布局的不断深化；三电并表后在新能源热管理业务方面积极拓展，未来有望共同推动公司收入业绩增长。我们预计，2025-2027年公司归母净利润为36.54/37.46/38.93亿元，对应EPS为2.64/2.70/2.81元，当前股价对应PE为10.21/9.96/9.59倍。维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济与政策风险、市场竞争加剧、原材料价格上涨、关税政策变动、并购整合不及预期等风险。

目录

一、 基本盘：多联机稳定领先传统大电差异化竞争，全球化布局持续推进	5
(一) 内销：多联机品类稳居国内第一，空冰洗厨凭借差异化抢占市场	5
1.1.1 中央空调：行业受楼市影响短期承压，公司中央空调多联机稳居国内第一	5
1.1.2、传统大电：以旧换新推动更新需求，凭借差异化抢占市场	8
(二) 海外：全球化布局持续推进，可有效抵御关税不确定风险	10
二、 新兴业务：收购三电进军新能源热管理领域，产品力叠加客户优势助力增长	14
三、 积极推进 ESG 能力建设，携手美的开启互赢合作	17
四、 投资建议	20
(一) 关键假设	20
(二) 盈利预测	22
五、 风险提示	23

目录

1

基本盘：多联机稳定领先传统大电差异化竞争，全球化布局持续推进

2

新兴业务：收购三电进军新能源热管理领域，产品力叠加客户优势助力增长

3

积极推进ESG能力建设，携手美的开启互赢合作

4

投资建议

5

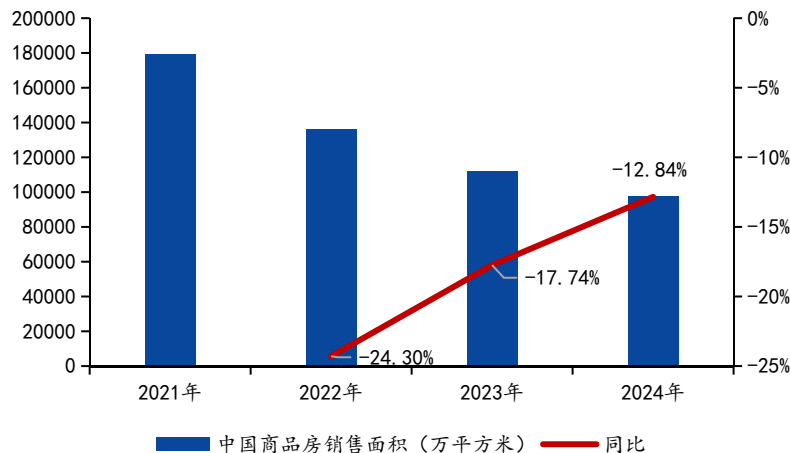
风险提示

1.1、中央空调：行业受楼市影响短期承压，公司多联机稳居国内第一

►行业端，楼市低迷致使中央空调市场随之承压，2025年内销有望恢复增长。

根据国家统计局数据，2021-2024年，商品房销售面积从179433万平方米下降到97385万平方米，CAGR达-18.43%；房地产市场需求持续承压或系宏观经济因素影响下购房者信心不足，导致购房意愿下降。

图表1：2021-2024年中国商品房销售面积持续承压

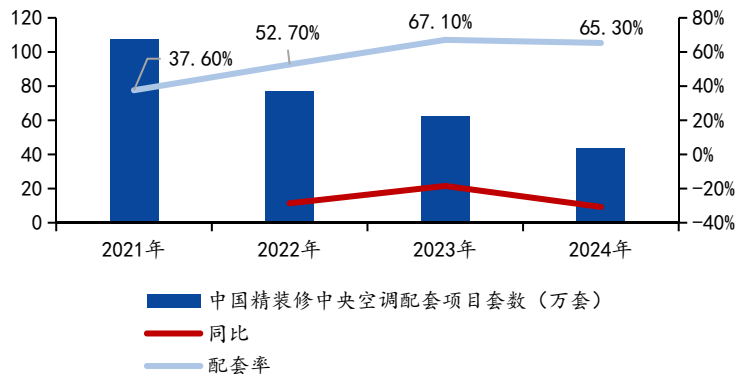


资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

中央空调作为地产后周期属性较强的白电品类之一，市场表现也随着楼市的低迷而有所下滑。根据奥维云网数据，2021-2024年中国精装修中央空调配套项目数量套数从107.60万套下降至43.36万套，CAGR达-26.14%；配套率从2021年的37.6%提升至2023年的67.1%，实现迅速的攀升，2024年配套率达65.3%（同比-1.8pct），出现了多年来的首次下滑。

展望未来我们认为，在宏观经济复苏、地产政策利好等多重因素的共同催化下，中国央空行业有望恢复增长；根据产业在线预测，2025年央空内销市场同比增速有望达+2.3%。

图表2：2024年中国精装修央空配套率首次下滑

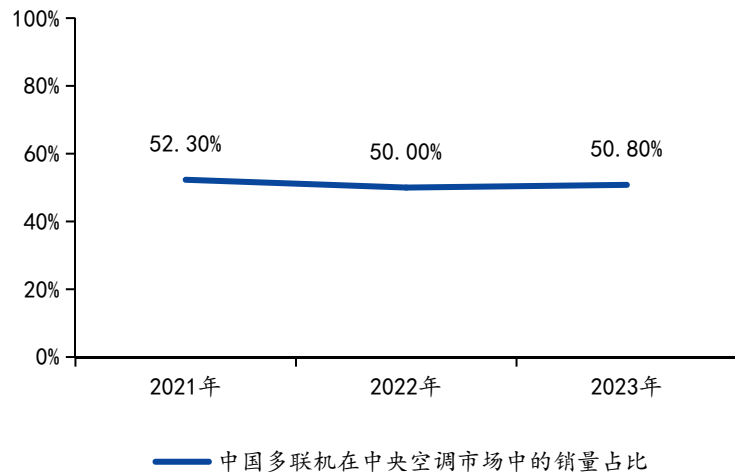


资料来源：奥维云网，太平洋证券整理

► 细分赛道，多联机产品表现好于中央空调整体，工程领域为行业压舱石。

1) 多联机：近年来多联机在中央空调市场中一直保持50%以上的高销量占比，是主要的中央空调细分赛道之一。根据产业在线数据，2024年中央空调内销额达1214.9亿元（同比-3.8%），出现小幅下滑；而其中多联机产品销额达750.4亿元（-1.6%），降幅小于行业整体。

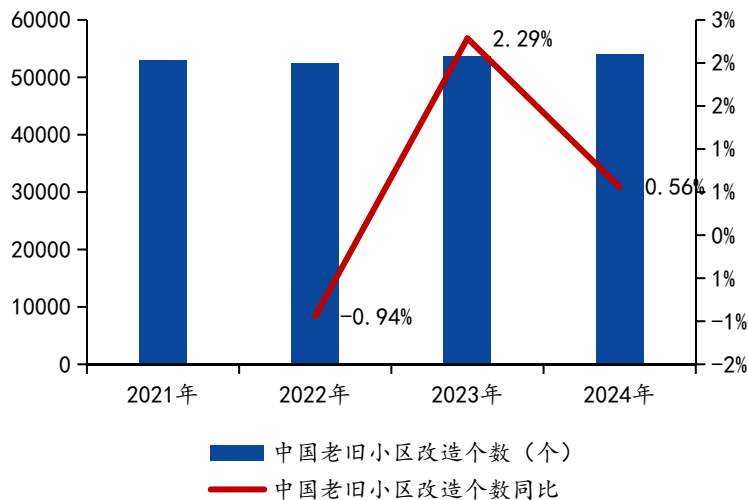
图表3：2021-2024年中国多联机占比保持50%以上



资料来源：产业在线，太平洋证券整理

2) 工程领域：在旧房改造和公建项目的支撑下，央空工程领域表现相对稳健，根据住建部数据，2021-2024年全国计划改造老旧小区保持在5万个以上，持续带动中央空调更新需求；根据艾肯网数据，中国中央空调工程项目市占率从2022H1的65.6%提升至2024H1的70.9%，是中央空调行业的压舱石。

图表4：中国旧改小区数量近年保持在5万个以上



资料来源：住建部，太平洋证券整理

➤公司端，多联机品类稳居国内第一，家装和工程领域均产品力雄厚。

1) **行业地位：**公司中央空调在多联机品类中表现卓越，市场份额稳居国内第一。根据产业在线数据，2024年海信日立在中国多联机市场的份额达23.1%，连续六年位居行业第一；其中，海信5G家用中央空调、日立水源多联机、日立地产住宅精装配套、约克VRF天氟地水两联供等均获得多个行业第一。

2) **产品力：**家装领域，2024年公司推出国产首款5G整体式天氟地水中央空调“海信舒润系列”，引领行业创新方向；同时推出新风室内机，产品兼具高效换气、温湿处理、空调新风联控等优势。工程领域，公司推出M3光合系列全域场景解决方案，该系列将多联机与光伏能源技术相结合，有效解决建筑能耗问题，并且产品安装适应性强，可在-30-58℃全温域运行，适配高原极寒、沿海台风、地震带等复杂场景，为商业综合体、科研机构等场景提供稳定保障。

图表5：2024年公司推出国产首款5G整体式天氟地水中央空调“海信舒润系列”



资料来源：海信中央空调微信公众号，太平洋证券整理

图表6：2025年中国制冷展上，海信中央空调M3光合系列获得创新产品奖



资料来源：产业在线，太平洋证券整理

1.2、传统大电：以旧换新推动更新需求，凭借差异化抢占市场

➤以旧换新政策持续利好大家电品类，公司作为龙头之一有望随之受益。

1) 行业端：根据中国发改委数据，2024年“以旧换新”政策对于终端销售的促进效果较为明显，超过3700万名消费者购买8类家电产品6200多万台，销售额达到2700亿元。2025年国补政策在原先基础上将品类扩充到12类，新增微波炉，净水器，洗碗机、电饭煲四大品类，中央资金支持力度、补贴比例和补贴上限都保持不变，并且将补贴额度从1500亿元提升至3000亿元。商务部家电以旧换新信息系统数据显示，2025年1-4月超过3400万名消费者参加家电产品以旧换新并购买12类家电产品超过5100万台，累计带动销售1745亿元。根据奥维云网数据，截至2025Q1中国家电线上、线下零售额分别同比+4.7%、+12.8%，在国补政策的助力下均保持了稳健的增长态势。

2) 公司端：公司作为行业头部品牌之一，有望凭借其强大的品牌影响力和技术优势，在政策红利中进一步扩大市场份额。2024Q4公司产品零售额同比增长超过30%，热销家电产品呈现出高品质、高能效和高智能特点，并且在“以旧换新”政策的影响下一级能效产品销售占比高达73%。

图表7：以旧换新政策持续发力，推动家电品类持续利好

关键节点		政策内容
2024年至2025年初：政策延续与过渡期	2024年12月31日前	2024年的家电以旧换新政策覆盖冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等8大类产品。
	2025年1月1日起	政策延续，仍以8大类产品为主，补贴标准为一级能效产品20%、二级能效或非能效产品15%，单件最高2000元。
2025年1月8日：国家发改委宣布扩围		新增4类家电： 微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲被纳入补贴范围，使总补贴品类增至12类。 空调补贴上限提高： 从每人1件增至3件。 补贴力度调整： 一级能效产品补贴20%，二级能效15%，单件仍不超过2000元。
2025年1月13日：商务部等4部门发布全国性通知		明确12类家电补贴范围： 并强调地方可自主增加品类。 优化申领流程： 支持“支付立减”或“事后兑付”模式，鼓励“送新收旧”一体化服务。 加强市场监管： 严打“先涨价后打折”行为。
各地跟进政策	2025年1月20日：山东省率先落地新政	正式实施12类家电补贴， 新增净水器、洗碗机、微波炉、电饭煲4类； 延续2024年已享受补贴消费者的资格， 允许同类产品再次补贴； 强调15日内完成送货， 特殊情况可延至2026年1月15日。
	2025年1月25日：河北省跟进，增加数码产品补贴	家电类： 12类产品按能效分级补贴（一级20%、二级15%），空调最多3件； 数码类： 手机、平板、智能手表（手环）单件≤6000元，补贴15%（最高500元）。
	2025年2月26日：内蒙古新增6类产品	在12类基础上新增： 衣物护理机、扫地机、蒸烤箱、空气炸锅、空气净化器、电蒸锅。 补贴标准： 一级能效20%、二级15%，单件最高2000元。

资料来源：公开资料，太平洋证券整理

➤ 针对大家电品类采取差异化竞争策略，助力收入业绩和市占率提升。

公司针对普及度较高、市场竞争较为激烈的空调、冰箱、洗衣机等大家电品类采取了差异化竞争策略，实现了整体收入业绩规模的提升；2024年公司实现营业收入927.46亿元（+8.35%），归母净利润33.48亿元（+17.99%）。

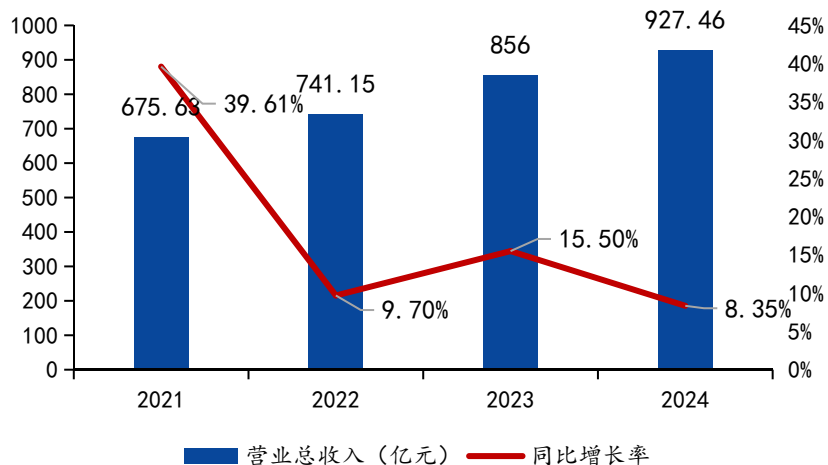
1) 空调业务：海信品牌主打品类新风空调2024年以销量和销售额双第一领跑行业，科龙空调则聚焦睡眠经济与健康家居两大增量市场，并持续深化品牌年轻形象；在两大品牌的共同努力下，2024年公司家用空调线上、线下零售额分别同比+10.8%、+21.2%，分别高于行业增幅+0.1pct、6.0pct。

2) 冰箱业务：公司通过“海信+容声”双品牌协同运作，海信品牌聚焦“真空保鲜”技术，容声品牌则深化“养鲜、健康、嵌入式”三大技术方向，其中2024年容声冰箱市占率+0.7pct，线下中高端+高端市占率+1pct。

3) 洗衣机业务：公司通过“活水洗”技术获得了消费者的广泛认可，海信钢琴师i3洗衣机成功登顶全国畅销榜单周TOP1。

4) 厨电：2024年公司累计推出34款中高端新品，带动厨电业务营收同比+72%、高端套系销量同比+110%；其中洗碗机品类凭借UV水路杀菌、智能投放等8项核心技术，实现销售额同比+152%。

图表8：2021-2024年公司总营收稳健增长



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

图表9：海信钢琴师i3洗衣机和洗碗机新品产品图



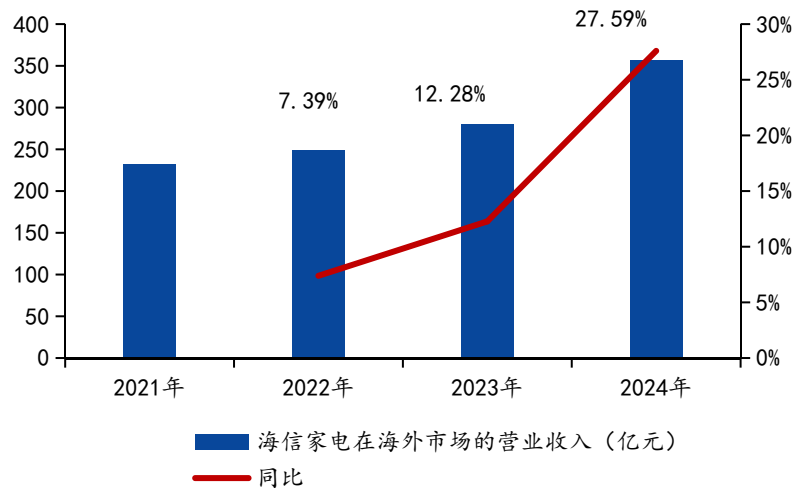
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

➤ 产品端，本地研发中心助力捕捉用户痛点，产品矩阵丰富助力海外业务规模扩张。

1) 研发端：海信在全球范围内建立了30个研发中心和30多个生产基地，通过在欧洲等地设立家电与空调研发中心，深入洞察当地用户需求，产研结合为其海外市场的成功奠定了坚实基础；2024年在研发本地化的助力下，公司欧洲家用空调业务收入同比+33%。

2) 产品端：基于针对当地需求的研发和创新，公司在海外拥有丰富的产品矩阵，中央空调品类在欧洲市场先后推出了Hi-FLEXi S5、Hi-Smart H5、Hi-Smart A等VRF多联机产品系列，覆盖公共建筑、商业和地产等各类场景；在澳洲市场公司则重点发力空调、洗衣机及厨房电器三大品类。通过满足多样化产品满足不同市场的差异化需求和持续性的本地化建设，公司的海外业务规模实现迅速，2024年公司海外市场营收达到356.29亿元（同比+27.59%），实现快速增长。

图表10：2024年公司海外市场营收达到356.29亿元（同比+27.59%）



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

➤ 渠道端，空调加大专业渠道拓展，冰箱渠道结构持续优化。

1) 空调：公司持续加大专业渠道开拓，助力北美、中东非和东盟的业务规模实现高速增长。其中，2024年北美地区冷媒切换项目顺利推进，整体收入同比+30%，其中轻商收入同比+176%；中东非地区轻商业务带动空调总体收入同比+27%；东盟区空调业务收入同比+45%，专业渠道覆盖率同比+10pct。

2) 冰箱：公司在海外多个区域进行渠道的管理、优化和重点市场突破，实现当地收入结构升级和市占率提升。其中，2024年北美冰箱业务通过推进重点渠道管理，实现收入同比+70.7%；中东非通过深化旗舰店等高端渠道布局，收入同比+19.7%；东盟区则聚焦结构突破，2024年马来西亚、泰国冰箱市占率分别同比+1.63pct、1.13pct。

图表11：2022年，卡塔尔首家海信旗舰店开业



资料来源：公开资料，太平洋证券整理

➤ 营销端，持续发力体育营销，品牌知名度和影响力有望不断提升。

公司坚持深耕体育赛事营销策略，多次赞助欧洲杯、世界杯等顶级体育赛事。2024年公司作为德国欧洲杯的全球官方合作伙伴，在比赛期间提供VAR（视频助理裁判）显示技术支持，这标志着海信在国际体育赛事中的角色从单纯的赞助商转变为技术赋能者。

根据2024年欧洲杯营销效果调研数据，欧洲杯后海信品牌资产海外同比+8%，其中法国、西班牙市场分别同比+12%、+11%；海信品牌认知度海外同比+7%，其中德国、法国分别同比+7%、+6%。同时海信还成为2025年国际足联俱乐部世界杯（世俱杯）的第一位全球官方合作伙伴，这也是公司继赞助2018年俄罗斯世界杯、2022年卡塔尔世界杯后，第三次与国际足联合作。

我们认为，随着公司在体育营销方面的不断深耕，其品牌知名度和影响力在全球各地区有望快速提升，为收入规模和市占率的提升奠定坚实基础。

图表12：海信成为2025FIFA世俱杯的第一位全球官方合作伙伴



资料来源：海信家电官网，太平洋证券整理

➤ 收入端，支柱多元化叠加墨西哥产能布局，可有效降低关税等不确定性风险。

1) **收入结构：**公司当前海外业务围绕欧洲、美洲、中东非、亚太和东盟五大区域展开，境外收入支柱多元可有效减少单一地区地缘政治或突发事件对总营收的影响。以美国市场为例，2024年度其在口收入占总营收比例不足3%，因此关税加征事件对公司的影响相对较小。

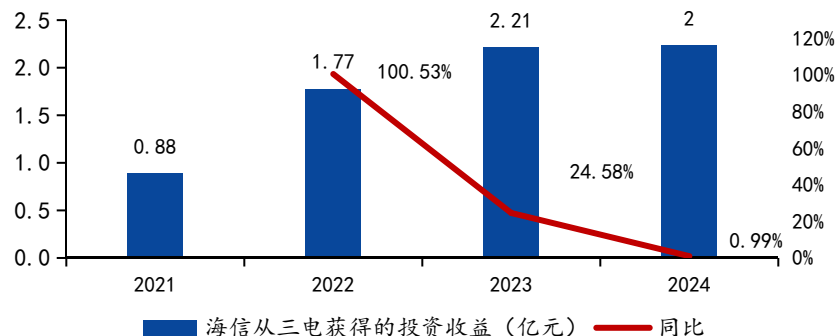
2) **产能支撑：**公司在全球范围内拥有36个工业园区和生产基地，以及30所研发机构，并持续对海外供应链和制造平台进行多元化布局，从而应对各种可能的突发关税政策或其他宏观风险。以美洲区为例，根据美墨加协议，当前墨西哥对美国出口享受零关税政策；公司利用墨西哥蒙特雷工厂布局优势，为美国市场供应部分大冰箱产品，补足美系产品矩阵，并且持续完善东南亚产能建设，以满足美洲全品类白电未来潜在需求，进一步降低美国关税加征政策反复对公司经营的影响。

目录

- 1 基本盘：多联机稳定领先传统大电差异化竞争，全球化布局持续推进
- 2 新兴业务：收购三电进军新能源热管理领域，产品力叠加客户优势助力增长
- 3 积极推进ESG能力建设，携手美的开启互赢合作
- 4 投资建议
- 5 风险提示

- 海信收购三电进军新能源热管理领域，整合顺利助力业绩提升。2021年5月，海信家电完成了对日本三电控股的收购，持有其约75%表决权，正式进入新能源汽车热管理市场。三电控股作为全球领先的汽车空调压缩机和热管理系统供应商，技术实力雄厚，但此前因经营不善陷入困境。海信在全面接管三电运营后，通过组织架构调整、优化供应链和成本控制，提升管理效率的同时推动降本增效，并聚焦新能源汽车热管理领域，加大研发投入与技术共享；在一系列整合措施的推动下，三电控股的经营状况显著改善，公司也因此获益。2021-2024年，海信家电从三电控股获得的投资收益从0.88亿元提升至2.23亿元，CAGR达36.14%，实现较快增速。

图表13：2021-2024年海信家电从三电控股获得的投资收益CAGR达36.14%

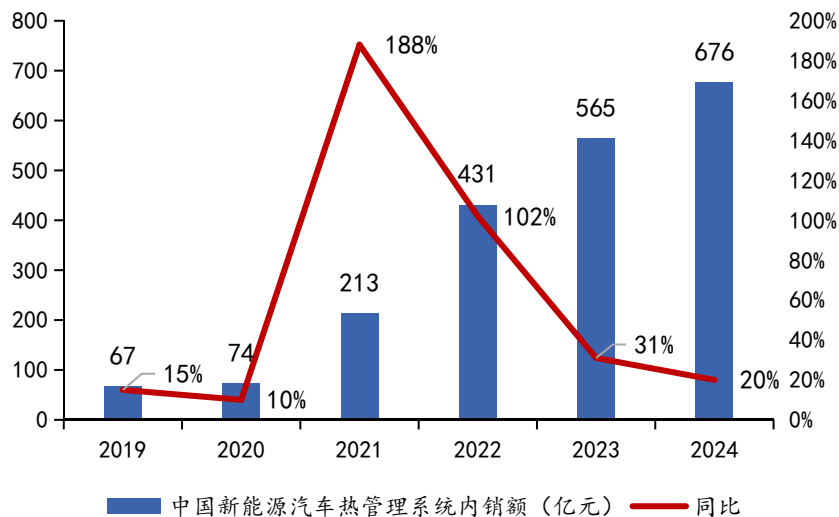


资料来源：公司年报，太平洋证券整理

➤ 三电把握新能源汽车发展机遇，大力拓展新能源热管理业务。

1) 行业端：随着新能源车市场快速增长，热管理系统需求迅速扩大，其单车价值量约为传统燃油车的3倍，达到7000元左右；根据产业在线数据，2024年中国新能源汽车热管理市场规模达676亿元（+20%），2019-2024年复合增长率达+58.77%，实现高速增长。

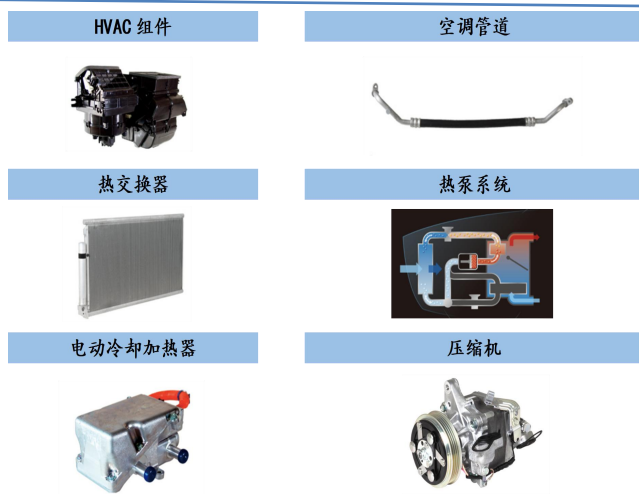
图表14：中国新能源汽车热管理系统内销额持续增长



资料来源：产业在线，太平洋证券整理

2) 公司端：三电积极推动从压缩机零部件供应商向新能源汽车综合热管理系统供应商转型，推出兼容C02和R290冷媒的综合热管理系统、应用热泵、废热回收等技术，为驾舱、电池、电机及电控提供精准温控。三电的热管理产品矩阵丰富，其产品主要包括电动压缩机、定排量式压缩机、变排量式压缩机、二氧化碳压缩机等多种型号的压缩机。此外，三电通过膜加热等创新技术拓展ECH产品线，并在行业内率先开发小型化中置式双层流HVAC。2024年，三电在全球市场取得突破，在欧洲获得战略级客户HVAC和ECH业务，并拿下中国区重点空调箱业务，为未来全球协同发展奠定坚实基础。

图表15：三电在热管理领域的产品矩阵丰富



资料来源：三电官网，太平洋证券整理

➤ 三电凭借产品优势和丰富的客户资源，为公司长期收入增长提供保障。

1) **产品方面：**作为全球第二大汽车空调压缩机供应商，三电具备强大的研发和制造能力，可生产电动式、定排量和变排量式等多种类型的压缩机，并广泛应用于新能源汽车领域。公司自主研发的新一代自然冷媒集成单元（CRU）可改善冬季续航能力25%，首创的分体式双层流空调技术可实现外置风机箱体轻量化设计，进而释放12%的车内空间。

2) **客户方面：**三电依托稳固的老客户群体（本田、大众、戴姆勒、福特、上汽、沃尔沃、长城、江铃等），受益于各大车企新能源布局的加速推进，同时在海信的助力下进入蔚来等新能源车企供应链。同时针对中国的潜在客户，三电依托本土化研发中心与柔性化产线，提供定制化热泵空调系统等解决方案，2024年实现中国区配套订单金额同比+20.8%。

我们认为，三电在压缩机领域的深厚技术积淀，以及丰富的客户积累和持续性的订单拓展，均为其未来收入业绩增长提供了有力支撑。

图表16：三电压缩机产品类型较为丰富

类型	图示	介绍
电动压缩机		采用涡旋式压缩机，结合高性能电机和逆变器，实现高效压缩、低噪音运行，并降低环境影响。适用于混合动力和电动汽车的空调系统，也可用于卡车驻车空调，在发动机关闭时保持车内舒适温度并减少燃油消耗。目前已经推出第四代产品。
可变排量压缩机		为内燃机车辆空调系统设计，具备降低燃油消耗、减少二氧化碳排放、提升驾驶舒适度的优势，并通过灵活的制冷剂排量调节优化发动机负荷。其PX系列采用斜盘机构，提供高耐用性、适应广泛车型；SDV/C系列采用摆盘机构，具备长寿命、适应严苛环境。
定排量压缩机		具备高耐用性和高效率，广泛应用于卡车、客车和工程机械市场，确保长时间稳定运行。它包括SD和TR系列，SD系列采用强韧驱动机构，适应多种排量需求；TR系列凭借高效低噪的涡旋式设计，实现更优的冷却效率和轻量化，是1981年世界第一款量产压缩机。
CO ₂ 压缩机		专为内燃机车辆的CO ₂ 制冷剂空调系统设计，具有环保、高耐压的特点，可减少环境负担。SJ 型号为外部可变排量压缩机，采用高压耐受设计，适应 CO ₂ 制冷剂的高压运行需求，2017年三电在全球最先量产。

资料来源：三电官网，太平洋证券整理

目录

- 1 基本盘：多联机稳定领先传统大电差异化竞争，全球化布局持续推进
- 2 新兴业务：收购三电进军新能源热管理领域，产品力叠加客户优势助力增长
- 3 积极推进ESG能力建设，携手美的开启互赢合作
- 4 投资建议
- 5 风险提示

➤ ESG战略持续收获成果，不断加强ESG能力建设。

1) 2024年海信在ESG方面收获较多成果：2024年公司连续4年获得深交所评级信息披露A级，同时员工培训覆盖率、职业健康体检合格率均为100%；智造方面，公司节能减碳措施2024年共计节约能源3632吨标煤，光伏总装机规模达76.53兆瓦，同时海信日立黄岛工厂也被评为全球首座多联机“灯塔工厂”。

2) 展望未来，公司将ESG因素融入业务发展和员工考核中，并制定了中长期的目标。到2030年，公司计划实现家电回收累计数量达1000万台，保持污水排放管理和废水、废气、废弃物排放100%合规以及环境控制点100%受控，并实现碳排放范围一、二单位强度减量35%和绿色电力占比达30%；到2050年，公司计划实现100%清洁能源利用率。

图表17：公司阶段性制定了ESG目标，将ESG因素融入业务发展和员工考核中

2030目标

• 水资源管理

保持污水排放管理100%合规



• 废弃物处置

保持环境控制点100%受控，废水、
废气、废弃物排放100%合规



• 产品全生命周期绿色管理

家电回收累计数量达1000万台



• 知识产权保护

10年累计新申请专利3万件



• 产品研发与创新

2020年起累计投入研发300亿元



• 碳排放

范围一、范围二单位强度减量35%



• 可再生能源

绿色电力占比达到30%



• 员工权益保护与薪酬福利

满足员工不同层次需求
敬业度提升至4.5分



• 员工发展与培训

员工培训覆盖率达100%
实现人才增值与企业发展



资料来源：海信家电官方微信公众号，太平洋证券整理

➤ 与美的签订战略合作协议，在生产制造和AI等多领域展开合作。

2025年5月7日，海信集团与美的集团签订了战略合作协议，未来双方将就AI应用、先进制造等多领域开展全方位的战略合作。

图表18：2025年5月7日，海信集团与美的集团签订了战略合作协议

1) AI应用：美的和海信将广泛开展数字化和AI应用平台的开发与合作，推动AI智能体在制造、物流等众多方面的应用，在全面提升自身数智化运营能力，并以AI全流程深度赋能生态合作伙伴。

2) 生产端：二者计划围绕绿色工厂、工业互联网、全球产能布局等方面展开合作，并计划联合开展核心技术攻坚，推动跨界工艺融合与人才联合培养，助力企业提质增效。



资料来源：美的集团官方微信公众号，太平洋证券整理

我们认为，两大家电龙头企业的合作不仅能够实现双方的互利共赢，还能间接促进整个行业在生产端、AI应用等方面的进步。

目录

- 1 基本盘：多联机稳定领先传统大电差异化竞争，全球化布局持续推进
- 2 新兴业务：收购三电进军新能源热管理领域，产品力叠加客户优势助力增长
- 3 积极推进ESG能力建设，携手美的开启互赢合作
- 4 投资建议
- 5 风险提示

1) 基本盘业务：行业端，国内以旧换新政策持续利好大家电品类，公司作为龙头之一有望随之受益；海外关税政策放松背景下出口链有望恢复性增长。**公司端**，国内中央空调多联机保持多年市场领先地位，同时针对高普及度的空冰洗厨等大家电品类采取差异化竞争策略，共同助力市占率、业务规模和盈利能力提升；外销在产品、渠道、营销三方面同步发力，收入支柱多元化并且产能分布广泛，通过推出有针对性的本地化产品实现业务全球化布局的持续推进。

2) 新兴业务：公司收购三电并把握新能源汽车发展机遇，大力拓展新能源热管理业务，在压缩机方面技术优势显著，同时在维持现有客户群的基础上积极拓展新订单，产品力叠加客户优势有望为长期收入业绩增长提供保障。

我们预计，2025-2027年公司综合毛利率分别21.33%、21.53%、21.74%，费用率保持稳定。

图表19：海信家电分产品收入业绩预测表

海信家电 (000921. SZ)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营收 (亿元)	856. 00	927. 46	1000. 54	1068. 38	1107. 27
YOY	15. 50%	8. 35%	7. 88%	6. 78%	3. 64%
毛利率	22. 08%	20. 78%	21. 33%	21. 53%	21. 74%
成本率	77. 92%	79. 22%	78. 67%	78. 47%	78. 26%
暖通空调业务收入 (亿元)	386. 52	402. 84	428. 34	452. 24	467. 84
YOY	12. 04%	4. 22%	6. 33%	5. 58%	3. 45%
毛利率	30. 66%	28. 55%	29. 01%	29. 16%	29. 45%
冰洗业务收入 (亿元)	260. 70	308. 39	342. 53	374. 90	391. 43
YOY	22. 93%	18. 29%	11. 07%	9. 45%	4. 41%
毛利率	19. 11%	17. 56%	17. 91%	18. 27%	18. 64%
其他主营业务收入 (亿元)	122. 37	125. 00	129. 31	133. 37	137. 26
YOY	3. 81%	2. 15%	3. 45%	3. 14%	2. 91%
毛利率	13. 57%	15. 11%	15. 41%	15. 72%	16. 03%
其他业务收入 (亿元)	86. 41	91. 22	100. 36	107. 87	110. 74
YOY	30. 52%	5. 57%	10. 01%	7. 49%	2. 66%
毛利率	4. 75%	5. 11%	7. 83%	8. 10%	7. 20%

资料来源：Wind，太平洋证券整理

差异化竞争助力基本盘产品结构升级，热管理有望成为收入业绩增长新动力，维持“买入”评级。我们选择与公司业务布局相似的白电龙头美的集团、海尔智家、美的集团作为可比公司。行业端，伴随国内新一轮“以旧换新”政策催化，出口链恢复性增长叠加关税政策放松，白电需求有望持续复苏；乘新能源汽车发展东风，上游压缩机等零部件行业有望增长。公司端，央空板块持续巩固多联机领先优势，传统大电通过差异化竞争策略实现中高端布局的不断深化；三电并表后在新能源热管理业务方面积极拓展，未来有望共同推动公司收入业绩增长。

图表20：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)				EPS			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600690.SH	海尔智家	24.91	12.92	13.69	11.89	10.32	14.09	10.97	9.81	8.90	2.02	2.27	2.54	2.80
000333.SZ	美的集团	72.06	14.29	13.42	8.77	8.48	13.83	12.64	11.62	10.71	5.44	5.70	6.20	6.73
000651.SZ	格力电器	44.45	10.91	7.75	10.32	5.65	7.80	7.18	6.51	6.16	5.83	6.19	6.83	7.22
	平均						11.91	10.27	9.31	8.59				
000921.SZ	海信家电	26.93	17.99	11.99	4.66	2.38	11.75	10.21	9.96	9.59	2.46	2.64	2.70	2.81

资料来源：携宁，太平洋证券整理（注：截至2025年6月17日）

我们预计，2025-2027年公司归母净利润为36.54/37.46/38.93亿元，对应EPS为2.64/2.70/2.81元，当前股价对应PE为10.21/9.96/9.59倍。维持“买入”评级。

图表21：海信家电盈利预测

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	92,746	100,054	106,838	110,727
营业收入增长率(%)	8.35%	7.88%	6.78%	3.64%
归母净利（百万元）	3,348	3,654	3,746	3,893
净利润增长率(%)	17.99%	9.14%	2.52%	3.92%
摊薄每股收益（元）	2.46	2.64	2.70	2.81
市盈率（PE）	11.75	10.21	9.96	9.59

资料来源：携宁，太平洋证券整理

资产负债表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,939	4,398	7,546	12,416	17,451
应收和预付款项	10,356	11,464	12,363	13,200	13,679
存货	6,775	7,567	8,106	8,634	8,924
其他流动资产	23,070	29,080	29,209	29,670	29,934
流动资产合计	45,140	52,508	57,224	63,919	69,988
长期股权投资	1,671	1,765	1,875	1,993	2,101
投资性房地产	178	254	254	254	254
固定资产	5,663	5,649	5,282	4,822	4,251
在建工程	444	674	677	728	823
无形资产开发支出	1,342	1,407	1,292	1,206	1,135
长期待摊费用	41	45	45	45	45
其他非流动资产	56,608	59,908	64,749	71,420	77,502
资产总计	65,946	69,702	74,174	80,468	86,110
短期借款	2,502	2,709	2,709	2,709	2,709
应付和预收款项	26,662	28,984	31,049	33,070	34,653
长期借款	43	49	49	49	49
其他负债	17,343	18,586	19,272	19,922	20,284
负债合计	46,550	50,327	53,079	55,750	57,695
股本	1,388	1,386	1,386	1,386	1,386
资本公积	2,115	2,099	2,099	2,099	2,099
留存收益	10,080	12,025	12,020	13,859	15,771
归母公司股东权益	13,580	15,456	15,386	17,226	19,137
少数股东权益	5,816	3,919	5,708	7,491	9,278
股东权益合计	19,396	19,375	21,094	24,717	28,415
负债和股东权益	65,946	69,702	74,174	80,468	86,110

现金流量表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	10,612	5,132	6,536	6,842	7,172
投资性现金流	-9,557	-619	470	69	-20
融资性现金流	-621	-5,121	-2,059	-2,042	-2,117
现金增加额	399	-686	4,978	4,870	5,035

利润表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	85,600	92,746	100,054	106,838	110,727
营业成本	67,451	73,476	78,712	83,835	86,655
营业税金及附加	579	424	478	532	565
销售费用	8,556	9,002	9,725	10,481	10,895
管理费用	2,296	2,499	2,711	3,013	3,156
财务费用	-205	-37	-35	-21	-18
资产减值损失	-191	-180	-78	-67	-57
投资收益	719	906	837	801	698
公允价值变动	15	253	0	0	0
营业利润	5,248	5,679	6,125	6,307	6,499
其他非经营损益	437	287	393	341	339
利润总额	5,685	5,966	6,519	6,648	6,838
所得税	893	840	1,076	1,119	1,159
净利润	4,791	5,126	5,443	5,529	5,679
少数股东损益	1,954	1,778	1,789	1,784	1,786
归母股东净利润	2,837	3,348	3,654	3,746	3,893

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	21.20%	20.78%	21.33%	21.53%	21.74%
销售净利率	3.31%	3.61%	3.65%	3.51%	3.52%
销售收入增长率	15.50%	8.35%	7.88%	6.78%	3.64%
EBIT 增长率	58.25%	2.37%	43.02%	2.21%	2.91%
净利润增长率	97.73%	17.99%	9.14%	2.52%	3.92%
ROE	20.89%	21.66%	23.75%	21.75%	20.34%
ROA	7.90%	7.56%	7.57%	7.15%	6.82%
ROIC	16.76%	17.39%	22.45%	19.87%	18.02%
EPS (X)	2.08	2.46	2.64	2.70	2.81
PE (X)	9.81	11.75	10.21	9.96	9.59
PB (X)	2.08	2.59	2.43	2.17	1.95
PS (X)	0.33	0.43	0.37	0.35	0.34
EV/EBITDA (X)	4.64	6.79	4.12	3.47	2.77

资料来源：携宁，太平洋证券

目录

- 1 基本盘：多联机稳定领先传统白电差异化竞争，全球化布局持续推进
- 2 新兴业务：收购三电进军新能源热管理领域，产品力叠加客户优势助力增长
- 3 积极推进ESG能力建设，携手美的开启互赢合作
- 4 投资建议
- 5 风险提示

- **宏观经济与政策风险：**家电产品属于耐用消费品，其市场需求与宏观经济环境密切相关。若宏观经济增长放缓，居民收入预期下降，可能导致家电产品需求减少，进而影响公司的销售业绩；
- **市场竞争加剧：**家电行业竞争激烈，公司可能面临市场份额被竞争对手抢占的风险。尤其是在弱市场环境下，企业可能通过低价竞争策略争夺市场份额，从而影响公司的盈利能力和市场份额；
- **原材料价格上涨：**家电产品的生产高度依赖钢材、塑料、铜等主要原材料，其价格波动较大，并在营业成本中占较高比例。若原材料价格大幅上升，公司生产成本将随之增加，从而对盈利能力造成直接影响；
- **关税政策变动：**当前美国对华关税政策变动频繁，倘若后续关税加征政策再次反复，则可能会对公司海外业务的收入业绩产生负面影响；
- **并购整合不及预期：**海信家电通过收购日本三电控股拓展新能源汽车热管理业务，但并购后的整合效果存在不确定性。若三电控股市场开拓不及预期，会对公司业绩造成影响。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。